BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

April 2015

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

Highlights

- On 15 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 3/4 per cent.
- Total CPI inflation in Canada is at 1 per cent, while core inflation has remained close to 2 per cent in recent months.
- Global economic growth is expected to strengthen and average 3 1/2 per cent per year over 2015-17.
- The front-loaded impact of the oil price shock in Canada has contributed to a very weak first quarter, which has led to a widening of the output gap and additional downward pressure on projected inflation.
- Real GDP growth in Canada is projected to rebound in the second quarter and subsequently strengthen to average about 2 1/2 per cent on a quarterly basis until the middle of 2016. The Bank expects real GDP growth of 1.9 per cent in 2015, 2.5 per cent in 2016, and 2.0 per cent in 2017.
- As the economy reaches and remains at full capacity around the end of 2016, both total and core inflation are projected to be close to 2 per cent on a sustained basis.

Total CPI inflation is at 1 per cent, reflecting the drop in consumer energy prices. Core inflation has remained close to 2 per cent in recent months, as the temporary effects of sector-specific factors and pass-through of the lower Canadian dollar have offset the disinflationary forces from slack in the economy.

The Bank expects global growth to strengthen and average 3 1/2 per cent per year over 2015-17, in line with the projection in the January *Monetary Policy Report* (MPR). This is in part because many central banks have eased monetary policies in recent months to counter persistent slack and low inflation, as well as the effect of lower commodity prices in some cases. At the same time, economies continue to adjust to lower oil prices, which have fluctuated at or below levels assumed in the January MPR. Strong growth in the United States is expected to resume in the second quarter of 2015 after a weak first quarter.

The Canadian economy is estimated to have stalled in the first quarter of 2015. The Bank's assessment is that the impact of the oil price shock on growth will be more front-loaded – but not larger – than predicted in January. The ultimate size of this impact will need to be monitored closely. Underneath the effects of the oil price shock, the natural sequence of stronger

non-energy exports, increasing investment, and improving labour markets is progressing. This sequence will be bolstered by the considerable easing in financial conditions that has occurred and by improving U.S. demand. As the impact of the oil shock on growth dissipates, this natural sequence is expected to re-emerge as the dominant trend around mid-year. Real GDP growth is projected to rebound in the second quarter and subsequently strengthen to average about 2 1/2 per cent on a quarterly basis until the middle of 2016. The Bank expects real GDP growth of 1.9 per cent in 2015, 2.5 per cent in 2016, and 2.0 per cent in 2017.

The very weak first quarter has led to a widening of Canada's output gap and additional downward pressure on projected inflation. However, the anticipated recovery in growth means that the output gap will be back in line with its previous trajectory later this year. Consequently, the effects on core inflation of the lower dollar and the output gap will continue to offset each other. As the economy reaches and remains at full capacity around the end of 2016, both total and core inflation are projected to be close to 2 per cent on a sustained basis.

The outlook for inflation is subject to several risks emanating from both the external environment and the domestic economy. The most important are the risks of a greater impact on the Canadian economy of the decline in oil prices; a disorderly unwinding of imbalances in the Canadian household sector; and stronger-than-expected private demand in the United States.

Risks to the outlook for inflation are now roughly balanced and risks to financial stability appear to be evolving as expected. The Bank judges that the current degree of monetary policy stimulus remains appropriate and therefore is maintaining the target for the overnight rate at 3/4 per cent.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth[b] (per cent)			
		2014	2015	2016	2017
United States	16	2.4 (2.4)	2.7 (3.2)	3.0 (2.8)	2.6
Euro area	12	0.9 (0.8)	1.2 (0.9)	1.3 (1.2)	1.3
Japan	5	-0.1 (0.1)	0.4 (0.6)	1.5 (1.6)	1.3
China	16	7.4 (7.4)	6.9 (7.2)	6.8 (7.0)	6.5
Rest of the world	51	3.3 (2.9)	3.1 (3.1)	3.5 (3.4)	3.7
World	100	3.3 (3.1)	3.3 (3.4)	3.6 (3.5)	3.6

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2013 from the IMF's October 2014 *World Economic Outlook*.

b. Numbers in parentheses are projections used for the Bank's January 2015 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the projection for Canada[a]

	2014	2015				2016				2017			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.4 (2.5)	0.0 (1.5)	1.8 (1.5)	2.8 (2.0)	2.5 (2.5)	2.5 (2.6)	2.5 (2.6)	2.3 (2.6)	2.1 (2.3)	2.0	1.9	1.8	1.8
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 (2.5)	2.4 (2.6)	1.9 (2.1)	1.8 (1.9)	1.8 (1.9)	2.4 (2.1)	2.6 (2.4)	2.5 (2.6)	2.4 (2.5)	2.2	2.1	1.9	1.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.1 (2.0)	2.1 (1.9)	2.0 (1.8)	2.1 (1.9)	2.1 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.0 (0.5)	0.8 (0.3)	0.9 (0.5)	1.4 (1.2)	2.1 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0

a. Numbers in parentheses are from the projection in the January 2015 *Monetary Policy Report*. Assumptions for the price for crude oil are based on the average of spot prices since early March.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

© Bank of Canada 2015 ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Avril 2015

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.

Faits saillants

- Le 15 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 3/4 %.
- L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada se situe à 1 %, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue près de 2 % au cours des derniers mois.
- La Banque s'attend à ce que la croissance mondiale se raffermisse pour s'établir en moyenne à 3 1/2 % par année au cours de la période 2015-2017.
- L'incidence du choc des cours pétroliers qui s'est fait sentir rapidement au Canada a contribué à la très grande faiblesse du premier trimestre, ce qui a mené à un élargissement de l'écart de production et à des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation projetée.
- La croissance du PIB réel au Canada devrait rebondir au deuxième trimestre et se raffermir par la suite pour s'établir en moyenne à quelque 2 1/2 % sur une base trimestrielle jusqu'au milieu de 2016. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel se chiffrera à 1,9 % en 2015, à 2,5 % en 2016 et à 2,0 % en 2017.
- Alors que l'économie atteindra son plein potentiel vers la fin de 2016 et s'y maintiendra, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % de façon durable.

L'inflation mesurée par l'IPC global se situe à 1 %, ce qui reflète la chute des prix à la consommation de l'énergie. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue près de 2 % au cours des derniers mois, les effets temporaires de facteurs sectoriels et l'incidence de la dépréciation du dollar canadien ayant fait contrepoids aux forces désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie.

La Banque s'attend à ce que la croissance mondiale se raffermisse pour s'établir en moyenne à 3 1/2 % par année au cours de la période 2015-2017, ce qui est conforme à la projection présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* (RPM) de janvier. Cela s'explique en partie par le fait que de nombreuses banques centrales ont assoupli leur politique monétaire ces derniers mois afin de contrer les capacités excédentaires persistantes et la faiblesse de l'inflation, de même que l'effet du recul des prix des produits de base dans certains cas. Parallèlement, les économies continuent de s'ajuster aux cours du pétrole plus bas, lesquels

ont fluctué autour ou en deçà des niveaux postulés dans le RPM de janvier. La croissance vigoureuse aux États-Unis devrait reprendre au deuxième trimestre de 2015 après un premier trimestre faible.

On estime que l'économie canadienne a stagné au premier trimestre de 2015. Selon l'évaluation de la Banque, l'incidence du choc des prix du pétrole sur la croissance se fera sentir plus rapidement que prévu en janvier, sans toutefois être plus importante. L'ampleur définitive de cette incidence devra être surveillée de près. En arrière-plan des effets de ce choc, la succession naturelle de certains facteurs – raffermissement des exportations hors énergie, augmentation des investissements et amélioration des marchés du travail – progresse. Cette séquence sera renforcée par l'assouplissement considérable des conditions financières qui s'est opéré et par l'amélioration de la demande américaine. Lorsque l'incidence du choc des cours pétroliers sur la croissance commencera à se dissiper, cette succession naturelle devrait redevenir la tendance dominante vers le milieu de l'année. La Banque s'attend à ce que la croissance du PIB réel rebondisse au deuxième trimestre et se raffermisse par la suite pour s'établir en moyenne à quelque 2 1/2 % sur une base trimestrielle jusqu'au milieu de 2016. Elle prévoit que la croissance du PIB réel se chiffrera à 1,9 % en 2015, à 2,5 % en 2016 et à 2,0 % en 2017.

La très grande faiblesse du premier trimestre a mené à un élargissement de l'écart de production au Canada et à des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation projetée. Toutefois, le redressement anticipé de la croissance implique que l'écart de production retournera à sa trajectoire antérieure plus tard dans l'année. Par conséquent, les effets sur l'inflation mesurée par l'indice de référence de la dépréciation du dollar et de l'écart de production continueront à se contrebalancer. Alors que l'économie atteindra son plein potentiel vers la fin de 2016 et s'y maintiendra, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % de façon durable.

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. Les principaux sont une incidence plus importante sur l'économie canadienne de la baisse des prix du pétrole; une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur canadien des ménages et une demande privée plus vigoureuse qu'escompté aux États-Unis.

Les risques entourant les perspectives d'inflation sont maintenant à peu près équilibrés et ceux liés à la stabilité financière semblent évoluer comme prévu. La Banque est d'avis que le degré de détente monétaire en place demeure approprié et maintient donc le taux cible du financement à un jour à 3/4 %.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2014	2015	2016	2017
Etats-Unis	16	2,4 (2,4)	2,7 (3,2)	3,0 (2,8)	2,6
Zone euro	12	0,9 (0,8)	1,2 (0,9)	1,3 (1,2)	1,3
Japon	5	-0,1 (0,1)	0,4 (0,6)	1,5 (1,6)	1,3
Chine	16	7,4 (7,4)	6,9 (7,2)	6,8 (7,0)	6,5
Autres pays	51	3,3 (2,9)	3,1 (3,1)	3,5 (3,4)	3,7
Ensemble du monde	100	3,3 (3,1)	3,3 (3,4)	3,6 (3,5)	3,6

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées en octobre 2014 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2015 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2014	2015				2016				2017			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,4 (2,5)	0,0 (1,5)	1,8 (1,5)	2,8 (2,0)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,5 (2,6)	2,3 (2,6)	2,1 (2,3)	2,0	1,9	1,8	1,8
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,5)	2,4 (2,6)	1,9 (2,1)	1,8 (1,9)	1,8 (1,9)	2,4 (2,1)	2,6 (2,4)	2,5 (2,6)	2,4 (2,5)	2,2	2,1	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,1 (2,0)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,0 (0,5)	0,8 (0,3)	0,9 (0,5)	1,4 (1,2)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de janvier 2015 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant depuis le début de mars.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

© Banque du Canada 2015 ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)